

# סקירה כלכלית

יולי 2012

## פעילות ריאלית

האינדיקטורים החודשיים במדד המשולב מצביעים על קצב צמיחה דומה לזה שנרשם בחודשים האחרונים. מנגד, נתוני יצוא חריגים בחולשתם לחודש יוני (יצוא תעשייתי ירד בחודש יוני ב- 13% בהשוואה לחודש מאי) מעלים חשש לירידה בקצב הצמיחה. **המדד המשולב** למצב המשק, עלה בחודש יוני ב- 0.2% וכך הצמיחה ברבעון השני התייצבה בשיעור דומה לצמיחה ברבעון הראשון של השנה. **שיעור האבטלה** במשק עלה ברבעון השני לרמה ממוצעת של 7% (לעומת 6.9% ברבעון הראשון של השנה). עם זאת, נתוני ההשתתפות המשיכו להפגיע לטובה, שיעור בני 15 ומעלה בכוח העבודה עמד על 63.6% ברבעון השני לעומת 62.8% ברבעון הראשון של 2012. בחודש יוני המשיכה המגמה של עליה בשיעור האבטלה, אשר נקבע על 7.2%.

## תקציב הממשלה

הנתונים בפועל מראים שהגירעון המקומי במחצית הראשונה של 2012 הסתכם ב- 7.6 מיליארדי ₪, לעומת גירעון של 3.4 מיליארדי ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. בהתאם לתחזית הצמיחה המעודכנת, הגירעון ב- 2012 צפוי להיות גבוה מתחזית הגירעון של האוצר העומדת על 3.4%. הממשלה החליטה להעלות את יעד הגירעון לשנת 2013 ל- 3% תוצר לעומת 1.5% ביעד הקודם. כדי לעמוד ביעד, הממשלה כבר הודיעה על מספר צעדים, שיבטיחו עמידה ביעד החדש כגון: העלאת המע"מ ל- 17%, העלאת מחירי הבנוין וקיצוץ רוחבי כמעט בכל משרדי הממשלה.

## אינפלציה

מדד המחירים לצרכן שמורסם החודש (**מדד חודש יוני**) ירד ב- 0.3%, מתחת לתוואי העונתי העקבי ומתחת להערכות המוקדמות שנעו בין ירידה של 0.1% לעליה של 0.3%. ירידה בסעיפי התחבורה והתקשורת, ירידה במחירי הדלק והעליה המתונה מהצפוי בסעיפי הדיור היוו את הגורם המרכזי לכך. בהסתכלות על 12 החודשים האחרונים, האינפלציה נמצאת בגבול התחתון של היעד - 1% לעומת 1.6% בחודש הקודם. **ציפיות האינפלציה השנתית הגלומות בשוק ההון**, נכון לסוף יולי 2012, עומדות על כ- 2.1% בטווח הבינוני וכ- 2.3% בטווח הארוך (ירידה לעומת סוף חודש קודם).

2008	2009	2010	2011	YTD	חודש אחרון	מדד המחירים לצרכן
3.8%	3.9%	2.7%	2.2%	1.0%	-0.3%	

## שיעור הריבית

בנק ישראל הותיר את הריבית לחודש אוגוסט 2012 ללא שינוי ברמה של 2.25%. ההחלטה להותיר את הריבית ללא שינוי, לאחר הפחתתה בחודש הקודם, עקבית עם מדיניות ריבית שנועדה לבסס את האינפלציה בתוך יעד יציבות המחירים של 1% עד 3% בשנה הקרובה ולתמוך בצמיחה תוך שמירה על היציבות הפיננסית. הגורמים העיקריים שהשפיעו על החלטת הבנק היו: הימצאות האינפלציה מתחת למרכז היעד וההערכה שהעליה במחירי הסחורות והאנרגיה תשפיע על האינפלציה בתקופה הקרובה, עליה ברמת האי ודאות בנוגע למידת ההתמדה בקצב הצמיחה הריאלי, המשך אי הודאות באירופה יחד עם

# סקירה כלכלית

יולי 2012

סימני האטה נוספים בקצב בצמיחה של הכלכלה העולמית, הורדות ריבית נוספות של מספר בנקים מרכזיים בעולם.

חודש קודם	אחרון	
2.25%	2.25%	ריבית בנק ישראל
0-0.25%	0-0.25%	ריבית הבנק הפדרלי בארה"ב
1.00%	0.75%	ריבית הבנק המרכזי באירופה

## כלכלה עולמית

גם החודש נרשמה הרעה נוספת בהתפתחויות באירופה יחד עם סימני האטה נוספים בקצב הצמיחה של הכלכלה העולמית. נתוני המאקרו מעידים על המשך הרעה במצב הכלכלה העולמית כאשר ההרעה כוללת גם את המשקים המתעוררים המובילים.

❖ **גלובלי** - קרן המטבע הבינלאומית עדכנה כלפי מטה את תחזית הצמיחה העולמית ל- 2012 ו- 2013 מ- 3.6% ו- 4.1% ל- 3.5% ו- 3.9% בהתאמה. מחירי הסחורות החקלאיות והאנרגיה עלו החודש ב- 30% ו- 7.5% בהתאמה.

❖ **אירופה** - שרי האוצר של גוש האירו אישרו סיוע לבנקים הספרדיים והודיעו על צעדים אשר בכוונתם לנקוט בעתיד על מנת לסייע למדינות ולבנקים במשבר (אם כי עדיין לא ברור האם צעדים אלה יצאו לפועל). הבנק המרכזי האירופי הוריד החודש את הריבית ב- 0.25% לרמת שפל חדשה של 0.75%. יו"ר הבנק המרכזי האירופי, מריו דראגי, אמר החודש שהוא יעשה ככל הנדרש כדי לשמור על גוש האירו ושהאיחוד האירופי חזק ממה שחושבים. האינפלציה באירופה ב- 12 החודשים האחרונים נותרה ללא שינוי. שיעור האבטלה בגוש היורו הגיע לשיא חדש ביוני - 11.2%, השיעור הגבוה ביותר מאז הקמת הגוש.

❖ **ארה"ב** - אומדן האינפלציה בארה"ב עלה בחודש יוני ב- 0.2% ומשקף אינפלציה שנתית של 1.8%. נתוני הצמיחה של ארה"ב לרבעון השני מצביעים על האטה מתמשכת - צמיחה של 1.5%, בשיעור שנתי. מדד קייס שילר הבודק את מחירי הבתים עלה במאי ב- 2.2% (באופן מפתיע נרשמו עליות בכל הערים הנבדקות). מדד אמון הצרכנים עלה לשיא מאז חודש אפריל, אך עדיין נשמר ברמה נמוכה באופן יחסי. הפדרל ריזרב יודיע היום על הריבית לחודש אוגוסט, אך מה שהשווקים מחכים לשמוע הוא האם יכריז גם על תוכנית תמריצים.

❖ **סין** - הבנק המרכזי בסין הוריד את הריבית בפעם השנייה בתוך חודש לרמה של 6%, לראשונה מאז 2008. האטה בצמיחה הורגשה גם בסין כאשר הכלכלה הסינית צמחה "רק" ב- 7.6% ברבעון השני לעומת צמיחה של 8.1% ברבעון הראשון של 2012.

# סקירה כלכלית

יולי 2012

## שוק המניות

מדד ת"א 25 עלה החודש ב- 4.58%, אך זאת בעיקר בגלל מניית מלאנוקס אשר זינקה החודש ביותר מ- 59% (בעקבות פרסום דוחות טובים מאוד ועדכון תחזיות לרווח העתידי) ומהווה כ- 10% ממדד ת"א 25. החודש היה זה מדד הביטוח אשר צנח בכמעט 15% לאחר מהלך רגולטורי הנועד לשנות את אופן התנהלות חברות הביטוח במוצר הדגל שלהן – ביטוח המנהלים. חמש קבוצות הביטוח הגדולות איבדו כ- 5 מיליארד ש"ח מערכן מתחילת השנה.

ביצועי מדד ת"א 25 מתחילת השנה אינם מספרים את הסיפור האמיתי בשל ההשפעה של שלוש מניות דואליות (בעיקר מלאנוקס). מדד מניות התקשורת ירד השנה בכ- 50%, מדד מניות הביטוח ירד השנה בכ- 30% ומדד הבנקים ירד בכ- 12%. ועל כן, אנו מאמינים שרמת המחירים הנמוכה של המניות בישראל מהווה הזדמנות השקעה טובה למשקיעים בעלי אופק השקעה ארוך, המסוגלים לסבול תנודתיות גבוהה בתיק ההשקעות. כפי שהערכנו עוד בשלהי השנה הקודמת, שוק המניות האמריקאי הינו השוק האטרקטיבי ביותר במונחי סיכון/סיכוי ומשכך, צפוי להמשיך להניב ביצועים משופרים ביחס לשוק המניות בישראל. **כפי שניתן לראות בטבלה, מדד ה- S&P 500 הניב תשואה עודפת של יותר מ- 7.5% ביחס למדד ת"א 25 מתחילת השנה.**

2008	2009	2010	2011	YTD	חודש אחרון	
-46.2%	74.9%	15.8%	-18.2%	1.9%	4.58%	מדד ת"א 25
-67.7%	149.8%	15.7%	-25.9%	-3.2%	-3.77%	מדד ת"א 75
-73.0%	147.0%	19.7%	-25.7%	2.7%	2.56%	מדד יתר 50
-37.7%	23.5%	12.1%	0.0%	9.7%	1.26%	מדד S&P 500
-44.3%	21.0%	-5.9%	-17.8%	3.9%	2.69%	מדד DJ Euro Stoxx50

## שוק האג"ח

אגרות החוב של ממשלת ארה"ב ל- 10 שנים ממשיכות להיסחר בתשואת שפל של 1.49%, ירידה נוספת לעומת 1.64% בסוף חודש יוני. מדובר, בסביבת תשואות נמוכה ביותר בהשוואה היסטורית אשר נובעת מריבית אפסית של הבנק הפדרלי בארה"ב ומחששות גוברות של המשקיעים לגבי האטה בכלכלה העולמית. המשקיעים ממשיכים לתור אחר קרקע בטוחה לנוכח החששות המתחזקים שספרד ויוון יגררו את אירופה לתוך משבר. **לנוכח התשואות הנמוכות, אנו ממשיכים להמליץ על משקל חסר משמעותי בחשיפה לאגרות חוב ארוכות של ממשלת ארה"ב.**

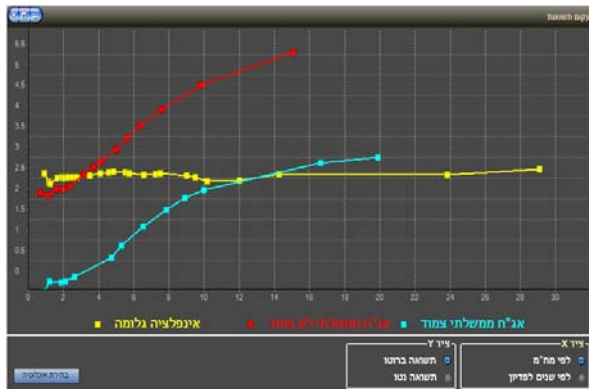
אגרות החוב הארוכות של ממשלת ישראל (ממשלתי שקלי 0122) נסחרות בסוף חודש יולי בתשואה לפדיון של 3.99% לעומת 4.32% בסוף חודש קודם. פער התשואות בין אגרות החוב לעשר שנים של ישראל לבין המקבילה האמריקאית ירד מחודש שעבר לכ- 250 נקודות בסיס. **לדעתנו, בעקבות רמות התשואה הנמוכות בארה"ב ובישראל לא מומלץ להשקיע באגרות חוב ממשלתיות מעבר למח"מ השוק. בעקבות הגירעון הצפוי בתקציב המדינה, מומלץ אף לרדת למח"מ קצר.**

# סקירה כלכלית

יולי 2012

ציפיות האינפלציה הנגזרות מאגרות החוב הצמודות, נכון לסוף חודש יולי 2012, הינן ברמה של 2.1% בטווח הקצר ו- 2.3% בטווחים הבינוניים והארוכים (עליה של 10 נקודות בסיס מסוף חודש שעבר). להערכתנו, ציפיות האינפלציה הגלומות משקפות את טווח האינפלציה הצפוי ולכן אין עדיפות לאחד האפיקים (הצמוד והשיקלי).

שוק אגרות החוב הקונצרניות התאושש החודש. מדדי התל-בונד 20 ותל-בונד 40 עלו בחודש יולי ב- 2.39% וב- 2.84% בהתאמה. פער התשואות של התל-בונד לעומת אגרות החוב הממשלתיות עומד בסוף חודש יוני על 320 נקודות בסיס בתל-בונד 20 וכ- 280 נקודות בסיס בתל-בונד 40. לאחר התיקון המשמעותי של האגרות חוב הקונצרניות החודש ועקב חשש הולך וגובר ממשבר אשראי חוץ בנקאי בישראל אנו סבורים שבעת הנוכחית, לא כדאי למהר ולהגדיל אחזקות קונצרניות בתיק.



תשואות לפדיון			
חודש קודם	סוף החודש	מח"מ	
2.22%	1.84%	1 שנה	מקמ לשנה
4.32%	3.99%	7.6 שנים	ממשלתי שקלי 0122
1.66%	1.07%	6.5 שנים	ממשלתי צמוד 1019
1.64%	1.49%	7.6 שנים	אג"ח ארה"ב ל- 10 שנים
4.10%	3.49%	4.3 שנים	תל בונד 20
6.08%	5.36%	3.1 שנים	תל בונד שקלי

## שוק המט"ח

בחודש יוני המשכיה המגמה של פיחות השקל מול הדולר, שער הדולר עלה בכ- 1.9%. מנגד, שער האירו ירד בחודש יוני בכ- 0.5% מול השקל. לדעתנו, לנוכח האיום האירני ויציאתם (ללא חזרה נראית באופק) של המשקיעים הזרים מהשוק הישראלי, השקל צפוי להמשיך להיחלש בשנה הקרובה מול המטבעות המובילים ובעיקר לעומת הדולר.

2008	2009	2010	2011	YTD	חודש	שער אחרון	
-1.1%	-0.7%	-6.0%	7.7%	4.6%	1.9%	3.99	שער שקל/דולר
-6.4%	2.7%	-12.9%	6.5%	-0.6%	-0.5%	4.91	שער שקל/אירו

### אופציות מעו"ף

אופציות המעו"ף לחודש יולי פקעו ביום 26 ביולי לפי מדד של 1083.08 נקודות. פקיעה זו משקפת עליה של 0.81% ביחס לפקיעת חודש יוני. סטיית התקן הגלומה באופציות ירדה בשיעור ניכר, ועומדת נכון לסוף יולי על 16% בקירוב (ירידה מ- 21% בחודש הקודם). נתון זה מעניין ביותר ומעיד בעיקר על שיווי המשקל הזמני בו נמצא השוק ברמת המחירים הנוכחית. סטיית תקן של 16% הינה סטייה נמוכה לשנים האחרונות, ונכון לעכשיו נוכל לומר שהשוק מסרב "להתרגש" יתר על המידה משלל הפרסומים המאיימים בתקשורת, על תרחישי האימה של הכלכלה העולמית בכלל ועתידו של גוש האירו בפרט. יתכן שהתבגרנו?!

האסטרטגיה שהומלצה על-ידנו בחודש שעבר הניבה תשואה של 0.5%, לעומת מדד ת"א 25 שעלה 0.81% בתקופה המקבילה (תשואה מפקיעה לפקיעה), כאשר גם החודש התיק היה מוגן מפני ירידות שערים חדות.

המצב בתקופה זו מאוד מעניין וזאת משום שמצד אחד רמת המחירים בשוקי המניות זולה ואטרקטיבית, התשואה לפדיון בנכסים סולידיים דוגמת מק"מ ואגרות חוב ממשלתיות נמוכה מאוד, שני נתונים שבתנאי שוק יציבים היו מסיטים כספים אדירים לשוקי המניות וגורמים לעליית מחירי המניות בשיעור ניכר, אך מצד שני... מצד שני קיימת עננה גדולה מאוד בנוגע למצבו הכלכלי של גוש האירו, ליכולת המדינות הנמנות בגוש לשרת את חובן ולייצר התנהלות פיסקלית מאוזנת לצד צמיחה פרמנטית.

מיותר לציין, שלמרות רמת המחירים האטרקטיבית של שוקי המניות, התפרקות גוש האירו, עלולה לגרום לסחרור בשווקים ולירידות שערים ניכרות ביחס לרמת המחירים הנוכחית. לשיטתנו, יש לנצל את סטיות התקן הנמוכות יחסית ולצייד את תיק השקעות בהגנות עד להתבהרות המצב.

### אסטרטגיה מומלצת לחודש הקרוב:

מדד ת"א 25 נותר גם החודש בתחום הדשדוש הרחב עליו אנו כותבים רבות בסקירות האחרונות. גם החודש, בדיוק כמו בחודש הקודם, האסטרטגיה המומלצת, הינה אסטרטגיית לונג בחשיפה מנייתית מלאה, במקביל לרכישת אסטרטגיית פרפר יורד (הגנה מפני תרחיש של המשך ירידות בשוק) החל ממדד 1030 עד 960 נקודות. במקרה של עליית מדד המעו"ף ל 1105 נקודות, ניתן להפוך את החוזים בלונג ל - covered call ב- 7% מחוץ לכסף וזאת משום שאנו צופים התנגדות חזקה לשוק ברמת מחירים זו. ירידה של מדד המעו"ף מתחת לרמת 1017 נקודות, תאלץ אותנו בהתערבות דינמית ובשיפוץ האסטרטגיה, בדמות רכישת אופציות המכר הכתובות במדד 960. תרחיש זה אינו התרחיש בעל ההסתברות הגבוהה נכון לכתיבת שורות אלה.